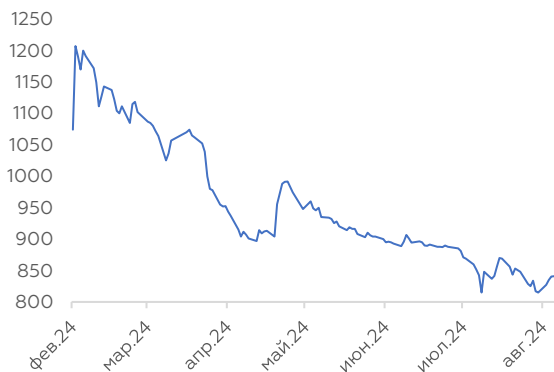


Дата рекомендации	27.08.24
Тикер на KASE и AIX	AIRA
Последняя цена акция/ГДР	817,12 тг/ \$6,89
Целевая цена акция/ГДР	1 213 тг / \$ 10,03
Потенциал роста, %	48,4%

#### Финансовые показатели за 1 полугодие 2024 года

ROC, %	17,8%
ROIC, %	19,9%
ROA, %	0,28%
EBITDAR маржа, %	26,6%
Чистый долг/EBITDAR	1,8

#### Динамика котировок акций, тг



Анализ полугодовой отчетности АО «Эйр Астана» («Компания», «Группа») за 2024 год показал рост выручки на 11% г/г при росте операционных расходов на 17% г/г, чистая прибыль снизилась почти в 5x раз по сравнению с первым полугодием 2023 года, операционная маржа также снизилась почти в два раза, составив 5,7%.

В нашей модели оценки учитывается тот факт, что фактические показатели первого полугодия 2024 года оказались ниже наших прогнозов. Также в новой модели мы пересмотрели в сторону повышения операционные расходы Группы вследствие увеличения затрат на покупку авиационного топлива. Статья амортизационных отчислений увеличена за счет расширения парка судов до 59 единиц до конца текущего года против плана в 56 единиц.

Из прочих допущений – снижена стоимость заёмного капитала вслед за понижением базовой ставки НБРК до 14,25%. В итоге средневзвешенная стоимость капитала составила 13,55%. Также, пересмотрен средний рост ВВП РК до 3,5% согласно июльскому отчету МВФ. В результате пересмотра допущений, **целевая цена по акциям Компании снижена до 1 213 тенге за акцию/\$10,03 за ГДР с потенциалом роста в 48,4% к последней цене закрытия торгов на KASE. Рекомендация прежняя - «Покупать».**

#### Динамика цен на акции

С начала торгов после IPO в середине февраля 2024 года акции АО «Эйр Астана» снизились на -24%, с 1 073,83 до 817,12 тенге на дату отчета. Несмотря на успешное IPO и повышенный спрос, акции начали падение еще до выхода первой отчетности и оценок аналитиков. Это снижение могло быть вызвано действиями розничных инвесторов, нацеленных на краткосрочную прибыль по опыту предыдущих успешных «народных» IPO. Последующий выход финансовых отчетов за 2023 год, 1 и 2 кварталы 2024 года не вселил оптимизма инвесторам – Компания в разной динамике показывала снижение прибыльности на фоне роста выручки по сравнению с аналогичными периодами прошлого года. Отсутствие дивидендов за 2023 год оказало дальнейшее давление на стоимость акций, а программа обратного выкупа акций не поддержала котировки в силу низких объемов выкупа.

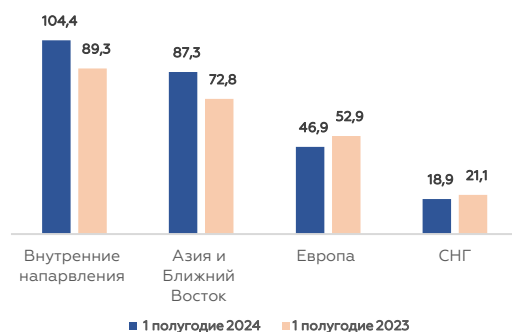
#### Обзор финансовых результатов

Общая выручка Группы за полугодие увеличилась на 25 млрд тенге (+10,7% г/г) до 263,9 млрд тенге за счет увеличения на +9,1% г/г выручки от основной деятельности по осуществлению регулярных пассажирских перевозок. Преимущественно, рост произошел из-за увеличения на +35% г/г внутренних перевозок подразделением FlyArystan, а также увеличения перевозок по направлению «Азия и Ближний Восток» на +17,8% г/г перевозчиком Эйр Астана за счет расширения провозных емкостей на ключевых маршрутах в Азии, включая усиление сообщения с Южной Кореей благодаря возобновлению прямых рейсов между городами Астана-Сеул. Вместе с тем отмечается снижение объема перевозок по направлению «Европа» - выручка Группы по этому направлению снизилась на -11% г/г, составив по итогу полугодия 46,9 млрд тенге.

#### Рост операционных расходов и снижение рентабельности

Операционные расходы Группы за полугодие превзошли показатель за аналогичный период 2023 года на +16,7% г/г за счет увеличения статей расходов на покупку авиационного топлива на +14,8% г/г и расходов по персоналу и экипажу на +16,2% г/г.

#### Разбивка выручки по географиям, млрд тенге



## Операционные показатели

	1П 2024	1П 2023
Пассажиры (млн.)	2,2	1,9
Воздушные судна	51	43
Коэффициент загрузки (%)	82,8%	83,0%
Показатель ASK (ППКМ) (млрд.)	4,1	3,6
Показатель RPK (ППКМ) (млрд.)	3,4	3,0

Источник: данные АО «Эйр Астана»

Прогноз расходной и доходной статей, млрд тенге



Источник: данные АО «Эйр Астана»

Несмотря на хеджирование цен на топливо на уровне 80-85 долларов за баррель на весь текущий год, рост затрат на закупку топлива был обусловлен увеличением общего объема провозных емкостей, запуском новых маршрутов и ростом цен на топливо на внутреннем рынке.

Рост расходов по персоналу и экипажу на +18,1% г/г связан с увеличением размера заработных плат по сравнению с более низкой базой зарплат в первом полугодии 2023 года.

### Снижение операционной и чистой прибыли

Таким образом, по итогам полугодия операционная прибыль Группы снизилась на -40% г/г, составив 15 млрд тенге. Операционная маржа снизилась с 10,5% до 5,7%.

Полугодовая чистая прибыль Группы снизилась в 4,8 раза, составив по итогу текущего полугодия 2,2 млрд тенге.

**Показатель EBITDAR** за полугодие показал менее динамичное снижение на -5% (с 60,8 до 57,9 млрд тенге), чем операционная прибыль (-40%) за счет того, что EBITDAR показывает прибыль до вычета таких крупных статей, как износ, амортизации и аренда. По Группе увеличение статьи износа и амортизации составило +18% г/г до 41 млрд тенге, в то время как расходы по аренде выросли на внушительные +89% г/г. Такой рост расходов по аренде связан с увеличением количества судов с опережением, так за полугодие парк был пополнен +6 судами для обслуживания внутреннего и ближнерегionalного рынков. В этом году Компанией планируется приобретение еще +3 дополнительных самолетов, что доведет общее количество судов к концу года к 59 против ранее запланированного количества в 56 единиц. Рост затрат на износ и амортизацию связан с увеличением числа судов в аренде и эксплуатации.

В итоге маржа EBITDAR Группы снизилась с 25,5% до 22,0%.

### Высокая кредитоспособность Группы

Денежные средства увеличились на 58,2% г/г до 197 млрд тенге. Соотношение денежных средств к текущим обязательствам составило 86,7% против 60% за 1 полугодие прошлого года благодаря поступлениям от IPO.

При этом более 94% денежных средств представлены в долларах США, при том, что кредиты Группы также полностью номинированы в долларах США, что обеспечивает гарантию по осуществлению выплат по займам в случае сильного обесценения местной валюты.

Чистый долг Группы снизился на -5% г/г, также за счет увеличения денежных средств на балансе.

### Оценка стоимости

Наш прогноз по выручке на 2024 год был пересмотрен в сторону повышения за счет опережающего исполнения плана по увеличению авиапарка до 80, так в текущем году парк будет дополнен +3 судами до 59 единиц. Мы ожидаем, что общая выручка по итогу года должна сложиться на уровне 584 млрд тенге (CAGR до 2029 г. 3,6%), что на 4% выше нашего прежнего прогноза от июня. Пересмотрены в сторону повышения операционные затраты на топливо до 115 млрд тенге за счет роста цен на авиационное топливо (в среднем +6%), также за счет увеличения количества судов в эксплуатации в текущем году - в итоге среднегодовое значение затрат на топливо в прогнозном периоде сложится на уровне 133 млрд тенге, что выше на +5% фактического показателя за полный 2023 год.

Млрд, тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
<b>Выручка</b>	<b>584,5</b>	<b>603,2</b>	<b>648,1</b>	<b>688,9</b>	<b>705,3</b>	<b>721,0</b>
Расходы на топливо	(115,4)	(124,6)	(131,7)	(138,8)	(143,7)	(145,4)
Расходы на реализацию	(20,9)	(21,2)	(22,3)	(23,5)	(24,3)	(24,9)
<b>Опер. расходы</b>	<b>(502,8)</b>	<b>(514,1)</b>	<b>(548,9)</b>	<b>(582,7)</b>	<b>(601,9)</b>	<b>(618,2)</b>
<b>Опер. прибыль</b>	<b>81,7</b>	<b>89,1</b>	<b>99,1</b>	<b>106,2</b>	<b>103,5</b>	<b>102,8</b>
Рентабельность	14,0%	14,8%	15,3%	15,4%	14,7%	14,3%
<b>EBITDAR</b>	<b>167,1</b>	<b>185,4</b>	<b>201,3</b>	<b>213,6</b>	<b>216,2</b>	<b>221,4</b>
Рентабельность	28,6%	30,7%	31,1%	31,0%	30,7%	30,7%
Амортизация	(84,3)	(95,2)	(100,9)	(106,0)	(111,4)	(117,1)
Финансовые доходы	3,9	4,3	4,8	5,2	5,0	5,0
Финансовые расходы	(21,6)	(23,7)	(26,6)	(28,6)	(27,8)	(27,6)
<b>EBT</b>	<b>57,7</b>	<b>63,4</b>	<b>71,1</b>	<b>76,5</b>	<b>74,4</b>	<b>73,9</b>
Рентабельность	9,9%	10,5%	11,0%	11,1%	10,5%	10,3%
Налог на прибыль	(11,5)	(12,7)	(14,2)	(15,3)	(14,9)	(14,8)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>46,2</b>	<b>50,7</b>	<b>56,9</b>	<b>61,2</b>	<b>59,5</b>	<b>59,1</b>
Рентабельность	7,9%	8,4%	8,8%	8,9%	8,4%	8,2%
Капитальные затраты	(105,3)	(103,1)	(120,0)	(123,4)	(118,4)	(123,8)
<b>Чистый Денежный Поток</b>	<b>47,2</b>	<b>62,3</b>	<b>60,1</b>	<b>67,4</b>	<b>75,4</b>	<b>75,7</b>

Расходы на содержание персонала в среднем составили 98 млрд тенге в год с ростом +5% г/г. В итоге общие расходы Группы сложатся на уровне 561 млрд тенге в год со среднегодовым ростом +4%, что ниже уровня долгосрочной инфляции в стране в 5%. В итоге средняя EBITDAR в прогнозном периоде сложится на уровне 200 млрд тенге в год со средним ежегодным темпом роста CAGR 4,7%, чистая маржа в среднесрочной перспективе составит 8% в течение пяти последующих прогнозных лет.

**В итоге целевая цена за акцию – 1 213 тенге в горизонте 12 месяцев. Рекомендация «Покупать».**

**Адрес:**

Казахстан, 050060, г. Алматы,  
ул. Абиш Кекилбайулы, 34  
БЦ «Capital Tower », 14 этаж

**Электронная почта:**

sales@sbinvest.kz

## Disclaimer

© АО «SkyBridge Invest»

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству Республики Казахстан. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий получателя или иным образом представляет собой персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителей информацией, не являющейся рекламой, приглашением к сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента.

АО «SkyBridge Invest» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «SkyBridge Invest» не обещает, что инвесторы получают прибыль, опираясь на информацию отраженную в отчете.

Получателям отчета не следует рассматривать содержимое отчета как замену собственным суждениям. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «SkyBridge Invest» в результате использования других допущений и критериев. АО «SkyBridge Invest» не связан обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.